

## Lo sceriffo euro-unitario nel “Crypto Far West”

Matteo Bursi, Simone Scagliarini\*

SOMMARIO: 1. Introduzione: il Far West dei *crypto-assets*. – 2. L'incerta natura e l'anomala diffusione delle criptovalute. – 3. Le prime iniziative a livello euro-unitario. – 4. Lo sceriffo entra nel *saloon*: il Regolamento MiCA. – 5. Per concludere: due sollecitazioni ed una proposta.

### 1. *Introduzione: il Far West dei crypto-assets*

Una certa analogia tra il mondo delle criptovalute ed il Far West è stata colta da più parti<sup>1</sup>, muovendo dalla constatazione che il settore, per quanto capace di mobilitare una rilevante quantità di risorse, ha operato sin dalla sua nascita al di fuori di una cornice normativa che dettasse regole chiare per emittenti, intermediari ed investitori, sviluppandosi in un ambiente, più che di libero mercato, sostanzialmente anarchico<sup>2</sup>.

Negli ultimi anni, tuttavia, a livello mondiale sempre più Paesi sono intervenuti per regolare le criptovalute ed il loro utilizzo da parte di cittadini ed imprese. Tali azioni sono state perlopiù nel segno della limitazione e del contrasto ad un fenomeno in grado di porre a rischio la stessa sovranità monetaria (e fiscale)

---

\* Il testo costituisce il frutto di una riflessione comune ai due autori. Tuttavia, a Matteo Bursi si deve la redazione dei paragrafi 2, 3 e 4, mentre Simone Scagliarini ha redatto i paragrafi 1 e 5.

<sup>1</sup> In tal senso, v., ad esempio, M. Amato, L. Fantacci, *Per un pugno di Bitcoin. Rischi e opportunità delle monete virtuali*, Milano, 2018, volume che già dal titolo evoca l'ambiente *western*. Ma l'analogia è stata utilizzata, al di fuori dell'ambito scientifico, anche da Fabio Panetta, attuale Governatore della Banca d'Italia, nel suo discorso presso la Columbia University del 25 aprile 2022 («Per qualche cripto in più: il Far-West della cripto finanza», reperibile sul sito istituzionale della BCE, consultato il 27/12/2023) e dal ministro dell'Economia francese, Bruno Le Maire, in occasione del raggiungimento dell'accordo tra il Consiglio (allora presieduto, per l'appunto, dalla Francia) e il Parlamento europeo sul regolamento MiCA di cui parleremo ampiamente nel seguito. Il comunicato che reca quest'ultima dichiarazione del Ministro è reperibile sul sito istituzionale del Consiglio dell'Unione Europea.

<sup>2</sup> Tanto che N. Ruccia, *Le criptovalute nell'UEM: da moneta private non regolamentate a potenziale valuta*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2021, 4, 583 ss. identifica nel movimento *Cryptoanarchy*, corrente di pensiero sviluppata negli anni '80 negli Stati Uniti, l'origine delle criptovalute.

degli Stati<sup>3</sup>, giacché lo sviluppo progressivo di esso, così come l'emissione di una valuta da parte di multinazionali (e segnatamente delle cd. *Big Tech*) dal fatturato comparabile al PIL di un Paese avanzato, potrebbe spostare il controllo della moneta dal soggetto pubblico, di cui da sempre essa è appannaggio<sup>4</sup>, ad uno privato, ingenerando inquietanti ed incisivi impatti sul funzionamento dell'economia e, conseguentemente, della società.

Non sono mancati, tuttavia, approcci assai differenti, fino all'estremo di El Salvador, ove, da settembre 2021, si è addirittura attribuito corso legale al Bitcoin, istituendo anche un portafoglio virtuale governativo (in un Paese ove solo poco più della metà dei cittadini gode di un accesso ad internet!), con l'obiettivo finale (e, se non utopistico, quanto meno assai fantasioso) di dare vita ad una *smart city* (dal significativo nome di Bitcoin City), cui attribuire lo *status* di zona *tax free*, alimentata (anche per le attività di *mining*) dall'energia geotermica ottenuta sfruttando un vulcano vicino<sup>5</sup>.

Per non parlare, poi, dell'uso della criptovaluta nell'ambito del conflitto russo-ucraino, dove quello del mercato di questi *asset* sembra essere diventato uno dei molteplici campi di battaglia. Se, infatti, la piattaforma Morpher ha introdotto, grazie ad essi, la possibilità di speculare (virtualmente e quindi senza realmente attribuire un sostegno finanziario agli emittenti) su titoli russi per devolvere il *surplus* in favore delle organizzazioni umanitarie impegnate nel sostegno ai rifugiati, la stessa Ucraina ha adottato, in pieno conflitto, una legge per consentire la circolazione degli *assets* virtuali, a seguito della quale un gruppo di imprese ha lanciato la prima criptovaluta nazionale, mentre persino alcune ONG hanno raccolto offerte per il sostegno alla popolazione civile in Bitcoin<sup>6</sup>.

In questo contesto di pervasività delle cripto-attività, anche le istituzioni dell'Unione Europea, dopo una fase di stasi, hanno avviato, a partire da un passato assai prossimo, uno studio delle dinamiche caratterizzanti tale settore, per poi adottare decisioni che – riteniamo ragionevole affermare – potrebbero negli anni a venire sortire significativi effetti su questo mercato. Per tale ragione, l'indagine che segue avrà per oggetto per l'appunto l'approccio adottato dall'UE rispetto al

<sup>3</sup> Così, ad esempio, è stato per la Cina, la quale ha cercato di opporsi fermamente alla diffusione di questi *assets*, per quanto tale tentativo non abbia pienamente sortito gli effetti inizialmente previsti dal Governo di Pechino. Sul tema, interessanti le considerazioni di R. McMorrow, *Beijing vs bitcoin: why China is cracking down on crypto*, in *Financial Times*, 5 ottobre 2021.

<sup>4</sup> In merito al rapporto che, storicamente, è intercorso (e che tuttora intercorre) fra Stato e moneta, v. per tutti G.U. Rescigno, *Moneta e Stato*, in *Dir. Pubbl.*, 2017, 2, 309 ss.

<sup>5</sup> A tal riguardo, si consulti F.E. Alvarez, D. Argente, D. Van Patten, *Are cryptocurrencies currencies? Bitcoin as legal tender in El Salvador*, in *NBER Working papers*, 2023, consultabile nel sito istituzionale del *National Bureau of Economic Research*.

<sup>6</sup> In tema M. Bevilacqua, *Focus Ucraina – L'impiego delle criptovalute a sostegno dell'Ucraina: problemi e rimedi*, reperibile nel sito dell'Osservatorio sullo Stato digitale dell'Istituto di ricerche sulla Pubblica Amministrazione.

settore *de quo*, cercando di affiancare all’analisi in ottica strettamente giuridica una prospettiva di ordine economico, al fine di cogliere le diverse sfumature correlate al fenomeno in oggetto. A tal fine, conviene, tuttavia, svolgere preliminarmente qualche riflessione generale sulla natura delle criptovalute e sui fattori che ne hanno determinato la diffusione, onde meglio definire l’oggetto della nostra indagine.

## 2. *L’incerta natura e l’anomala diffusione delle criptovalute*

Stando a quanto riportato nel *white paper* che ha dato vita al Bitcoin<sup>7</sup>, le criptovalute sarebbero nate con l’ambiziosa intenzione di rivoluzionare il sistema internazionale dei pagamenti, proponendo una forma di denaro privata e decentralizzata, che avrebbe permesso di “saltare” l’intermediazione bancaria e che, al contempo, avrebbe posto in discussione il monopolio della sfera pubblica all’interno del settore valutario. In quest’ottica, pertanto, le *crypto* avrebbero dovuto garantire quella che nella ricostruzione tradizionale degli economisti è la triplice funzione tipica di una moneta: essere riserva di valore, mezzo di scambio ed unità di conto<sup>8</sup>.

Trascorsi quindici anni da quando Satoshi Nakamoto ha pubblicato il suo “progetto”, crediamo sia ragionevole sostenere che le criptovalute – o, perlomeno, buona parte di queste – abbiano assunto una fisionomia alquanto distante da quello che all’epoca era stato previsto. Un dato, del resto, conduce più di ogni altro verso tale conclusione, ovvero l’elevata volatilità che contraddistingue i prezzi dei *crypto-assets*. Consultando, infatti, il valore storico di questi strumenti finanziari dal momento della loro nascita fino ad oggi, è facile rilevare come si siano palesate fluttuazioni che difficilmente potrebbero confarsi ad una moneta nel senso tradizionale, come testé richiamato<sup>9</sup>. Lo stesso Bitcoin, per quanto abbia sensibilmente aumentato il proprio valore a partire dal 2008, vede il suo prezzo muoversi seguendo una perenne oscillazione che rende improbabile il suo utilizzo come sostituto delle principali valute globali<sup>10</sup>.

---

<sup>7</sup> Cfr. S. Nakamoto, *Bitcoin: a Peer-to-Peer Electronic Cash System*, 31 ottobre 2008, consultabile sul sito [www.bitcoin.org](http://www.bitcoin.org).

<sup>8</sup> Sulla triplice funzione della moneta, *ex plurimis*, si veda G.G. Kaufman, *Money, the financial system and the economy*, Chicago, 1973.

<sup>9</sup> Escludono la natura monetaria delle criptovalute, per il fatto di non rientrare in nessuna delle ricostruzioni normative della valuta, A. Livi, *Le criptovalute nella giurisprudenza*, in E. Corapi, R. Lener (a cura di), *I diversi settori del fintech*, Milano, 2022, 111 ss. e R. Lener, *Criptoattività e crypto valute alla luce degli ultimi orientamenti comunitari*, in *Giur. comm.*, 2023, 3, 376 ss.

<sup>10</sup> Per la precisione, stando ai dati riportati dal sito [Coinbase.com](https://www.coinbase.com), il valore di un singolo Bitcoin ammontava a circa 1.000 dollari ad inizio 2014, per poi giungere a più di 60.000 dollari nell’autunno 2021 e scendere di nuovo, nel novembre 2022, ad un prezzo prossimo ai 15.000 dollari. Al momento in cui scriviamo (marzo 2024), il valore del Bitcoin ha raggiunto nuovi massimi, superando i 70.000 dollari.

Ciò nonostante, il settore delle cripto-attività ha vissuto nel decennio passato una – seppur discontinua – fase di espansione, che ha portato un sempre maggior numero di persone ed imprese ad investire in questi strumenti; una diffusione che, alla luce di quanto affermato poc'anzi, evidenzia il fatto che una moltitudine di criptovalute, per quanto non percepibili come credibili sostituti della moneta tradizionale, ha comunque riscosso un discreto successo. Alla luce di quanto appena affermato, pare logico dunque porsi una domanda: a cosa è dovuto questo (anomalo) ampliamento del settore?

Rispondere a tale quesito non è compito semplice: invero, discorrendo di uno strumento di pagamento privo di corso legale<sup>11</sup>, altamente volatile e carente d'un sottostante, risulta difficile capire l'utilizzo che ne potrebbero fare operatori economici razionali. Ma forse – si potrebbe ipotizzare – le criptovalute trovano proprio nella “irrazionalità” degli investitori – o almeno di molti di essi – una delle loro fonti di successo. A tal riguardo, in dottrina, è già stato rilevato come il settore *de quo* presenti diversi aspetti riconducibili alla teoria della finanza comportamentale<sup>12</sup>: un gran numero di persone ed imprese si sarebbero avvicinate al settore in quanto semplicemente “attratte” dall'aumentare dei prezzi e “spinte” nel loro agire dalle parole di influenti *opinion leaders*<sup>13</sup>. In quest'ottica, pertanto, considerevoli fondi confluiti verso le criptovalute deriverebbero semplicemente da una dinamica di “gregge”<sup>14</sup> – o anche da «*beauty contest*»<sup>15</sup> – piuttosto che da un ponderato investimento basato sulle aspettative relative al futuro utilizzo delle *crypto* nell'economia reale.

Un altro elemento che, probabilmente, ha agevolato nell'ultimo decennio l'espansione del settore in oggetto, è rappresentato dai tassi prossimi allo zero che hanno contraddistinto, fino alla fase post-pandemica, le economie avanzate.

<sup>11</sup> Eccezion fatta, come si è detto, per il caso di El Salvador.

<sup>12</sup> L'applicazione dei concetti enucleati dalla finanza comportamentale al settore delle criptovalute è stata proposta, fra i vari, da A. Ballis, T. Verousis, *Behavioural finance and cryptocurrencies*, in *Review of Behavioral Finance*, 2022, 14 (4), 545 ss. Sul tema, più in generale, si veda R.J. Shiller, *From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance*, in *Journal of Economic Perspectives*, 2003, 17 (1), 83 ss.

<sup>13</sup> Fra questi, emerge indubbiamente Elon Musk, il quale – detenendo ingenti risorse in criptovalute – ha sovente “infiammato” i mercati *crypto* con le sue dichiarazioni, inducendo molti *followers* a comprare cripto-attività. Sul tema, si vedano L. Ante, *How Elon Musk's Twitter activity moves cryptocurrency market*, in *Technological Forecasting and Social Change*, 2023, 186, 1 ss.; e S.J.H. Shahzad, M. Anas, E. Bouri, *Price explosiveness in cryptocurrencies and Elon Musk's tweets*, in *Finance Research Letters*, 2022, 47, 1 ss.

<sup>14</sup> In tal senso cfr. E. Bouri, R. Gupta, D. Roubaud, *Herding Behaviour in cryptocurrencies*, in *Finance Research Letters*, 2019, 29, 216 ss. e A. Ballis, K. Drakos, *Testing for herding in the cryptocurrency market*, in *Finance Research Letters*, 2020, 33, 1 ss.

<sup>15</sup> Il concetto di “*beauty contest*” è stato formulato da J.M. Keynes, il quale, nello studiare la formazione di bolle speculative sui mercati finanziari, ha teorizzato l'esistenza di scelte d'investimento principalmente basate su «aspettative riguardanti aspettative», piuttosto che su valutazioni fondate sul reale valore del sottostante. Cfr. J.M. Keynes, *The general theory of employment, interest and money*, Londra, 1936, 156.

Invero, come sostenuto da alcuni osservatori<sup>16</sup>, in uno scenario in cui il mercato obbligazionario non corrispondeva rendimenti significativi, una parte di investitori – quella meno avversa al rischio – si sarebbe indirizzata verso forme di investimento più incerte ma, potenzialmente, più redditizie. In quest’ottica, i *crypto-assets* sarebbero stati reputati una scommessa sulla quale, in un periodo di tassi a zero (o addirittura negativi), poteva valer la pena investire fondi<sup>17</sup>.

Infine, sussiste un altro verosimile fattore alla base del “successo” delle criptovalute: l’utilizzo di questi strumenti per la conduzione di attività illegali<sup>18</sup>. Il supposto anonimato<sup>19</sup> delle transazioni effettuate in *crypto*, così come l’assenza di intermediazione di soggetti terzi, possono rappresentare elementi di indubbia attrattiva per la regolazione di scambi di denaro correlati a comportamenti illeciti, siano questi riconducibili al riciclaggio, all’evasione fiscale o ad una richiesta di riscatto, ad esempio a fronte della criptazione di dati a seguito di attacchi *ransomware*.

Un discorso a sé stante meritano, invece, le cd. *stablecoins*, le quali – è ragionevole affermare – assumono tratti che potenzialmente possono portare ad identificarle come mezzo di scambio, riserva di valore ed unità di conto, ovvero, in una parola, come monete<sup>20</sup>.

---

<sup>16</sup> Sul tema, *ex plurimis*, rinviando a quanto affermato da C. Polizu, E. Oliveros-Rosen, M. De La Mata, T. Kanaster, S. Gupta, L. Guadagnuolo, A. Birry, *Are crypto markets correlated with macroeconomic factors?*, in *Standard & Poors global papers*, 2023.

<sup>17</sup> Ad analoghe conclusioni sembrano giungere L. Gambarelli, S. Muzzioli, G. Marchi, *Hedging effectiveness of cryptocurrencies in the European stock market*, in *Journal of International Financial Markets*, in *Institutions & Money*, 2023, 84, 1 ss., i quali scrivono che: «cryptocurrencies can be viewed as alternative investment solutions in periods characterized by bullish market conditions and low volatility. On the other hand, given their tremendous volatility, the high exposure to tail risk, and the increasing short-term correlation with the traditional assets, cryptocurrencies can carry high risks, especially for small investors with insufficient financial knowledge».

<sup>18</sup> La correlazione tra conduzione di attività illecite e utilizzo delle criptovalute è stata osservata da molti studiosi, tra cui, per esempio, M. Riverditi, G. Cossavella, *Criptovalute e NFT. Gli aspetti penali*, in *Dir. econ. impr.*, 2022, 6, 633 ss.; L. Picotti, *Profili penali del Cyberlaundering*, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 2018, 3-4, 590 ss.; S. Foley, J.R. Karlsen, T.J. Putnins, *Sex, Drugs, and Bitcoin: How much illegal activity is financed through Cryptocurrencies?*, in *The Review of Financial Studies*, 2019, 32, 5, 1798 ss. Merita tuttavia d’esser rilevato come Europol, in un suo recente *report* relativo all’utilizzo delle *crypto* per finalità criminali (*Cryptocurrencies: tracing the evolution of criminal finances*), abbia affermato come, secondo le stime a disposizione dell’Autorità, l’utilizzo di criptovalute per la conduzione di attività illecite rimanga una parte minoritaria delle transazioni che riguardano tali *assets* (pur risultando tali strumenti ancora “attraenti” per regolare pagamenti afferenti all’illegalità).

<sup>19</sup> Invero, come scrive G. Rinaldi, *Approcci normativi e qualificazione giuridica delle criptomonete*, in *Contr. impr.*, 2019, 1, 263 ss., le transazioni effettuate in criptovalute come il Bitcoin sono pseudonime, non anonime. In quest’ottica, visto anche il fatto che ne rimane indelebilmente traccia sulla *blockchain*, non è impossibile per le forze dell’ordine, ma “solo” molto complesso, risalire a chi effettivamente abbia preso parte ad una determinata attività illecita regolata attraverso l’impiego di *crypto* (come dimostrato da diverse vicende giudiziarie degli ultimi anni). Sul punto, si faccia per esempio riferimento a D. Yaffe-Bellany, *The crypto detectives are cleaning up*, in *The New York Times*, 22 aprile 2023.

<sup>20</sup> In relazione alla natura delle *stablecoins*, v., per tutti, D. Bullmann, J. Klemm, A. Pinna, *In search for stability in crypto-assets: are stablecoins the solution?*, in *ECB occasional papers*, 2019. Questo *paper*, come gli altri della stessa serie che saranno citati in seguito, è consultabile nel sito istituzionale della Banca Centrale.

Come suggerito dal nome stesso, queste criptovalute mirano infatti a correggere il difetto che contraddistingue le *crypto* “tradizionali”, cioè l’elevata volatilità del loro prezzo, attraverso un “ancoraggio” a monete *fiat* (su tutte, il dollaro statunitense), o a determinati beni (come l’oro) od ancora a specifiche cripto-attività (come il Bitcoin). La stabilità del valore di questi strumenti finanziari può essere garantita in diverse maniere: alcune *stablecoins*, per esempio, hanno come collaterale delle criptovalute, mentre altre basano il proprio “ancoraggio” sul funzionamento di un algoritmo. Ad oggi, comunque, i principali strumenti appartenenti a questo gruppo, a livello di utilizzo e di capitalizzazione, assicurano un cambio costante attraverso riserve monetarie o per mezzo di un paniere che può comprendere obbligazioni, merci o valute. In quest’ottica, le *stablecoins* appena menzionate fanno riferimento ad un preciso emittente – perdendo in tal modo, però, il requisito della decentralizzazione postulato dal *white paper* di Nakamoto – così che dovrebbero garantire un rapporto di parità fra i *token* in circolazione e le riserve da loro accumulate. L’utilizzo del condizionale non è tuttavia casuale: la consistenza dei fondi accantonati dalle società che gestiscono queste *crypto* è stata da più parti messa in discussione<sup>21</sup> e la scarsa trasparenza nel fornire dati da parte dei soggetti emittenti non può che dar adito a questi dubbi<sup>22</sup>. La capitalizzazione delle principali *stablecoins* non è ancora paragonabile a quella delle più rilevanti criptovalute “tradizionali” – come Bitcoin od Ethereum<sup>23</sup> – e tuttavia il valore mobilitato da queste specifiche cripto-attività risulta meritevole di particolare attenzione: Tether, la più significativa *crypto* di questo gruppo, nel momento in cui scriviamo (marzo 2024), ha raggiunto una capitalizzazione superiore ai 100 miliardi di dollari<sup>24</sup>, eccedendo dunque il valore di rilevanti multinazionali operanti da decenni nella cd. economia reale.

---

<sup>21</sup> Sul tema, si vedano C. Bertsch, *Adoption, fragility and regulation of stablecoins*, in *SUERF policy brief*, 2023, reperibile, come gli altri che saranno citati in seguito, nel sito della *Société Universitaire Européenne de Recherches Financières*; P. Bains, A. Ismail, F. Melo, N. Sugimoto, *Regulating the Crypto Ecosystem: the case of stablecoins and arrangements*, in *IMF notes*, 2022, nel sito web del Fondo Monetario Internazionale; e A. Kosse, M. Glowka, I. Mattei, T. Rice, *Will the real stablecoin please stand up?*, in *BIS papers*, 2023, consultabile nel sito della Banca dei Regolamenti Internazionali.

<sup>22</sup> In tal senso, a titolo esemplificativo, è significativo rilevare come Tether, la *stablecoin* a maggior capitalizzazione al mondo, sia stata sanzionata dalla *Commodity Futures Trading Commission* per aver diffuso notizie false in merito alle proprie riserve e per la carenza di procedimenti di *audits* atti alla valutazione della corretta operatività della società.

<sup>23</sup> Al momento in cui scriviamo (marzo 2024), seguendo i dati forniti da Coinbase, la capitalizzazione di mercato del Bitcoin supera i 1.300 miliardi di dollari, quella di Ethereum si attesta invece intorno a 480 miliardi.

<sup>24</sup> Anche in questo caso, la capitalizzazione di Tether è stata ricavata da Coinbase.

### 3. Le prime iniziative a livello euro-unitario

I numeri appena menzionati rendono evidente come il settore delle criptovalute, ormai da diverso tempo, non possa più essere considerato una “nicchia” riguardante un’esigua quantità di persone; tuttavia, il tema delle cripto-attività, fino alla fine del decennio passato, forse anche per l’incerta definizione del prezzo del Bitcoin e dei suoi “fratelli”<sup>25</sup>, è stato ampiamente trascurato da parte delle Istituzioni dell’Unione Europea. Solo quando i dati hanno iniziato a divenire più chiari – e significativi – l’attenzione a livello unionale è andata inizialmente a soffermarsi sul profilo fiscale della materia e, successivamente, su quello penalistico, stante, per la ragione già accennata, il possibile impiego delle *crypto* per effettuare trasferimenti di fondi nell’ambito di attività illegali.

In tal senso, la prima istituzione ad essere coinvolta in questo ambito è stata la Corte di Giustizia. I giudici del Lussemburgo, già nel 2015, sono stati infatti chiamati a pronunciarsi in merito alla natura delle criptovalute seppure, incidentalmente, con specifico rispetto alla questione dell’applicazione dell’Imposta sul Valore Aggiunto alle operazioni di conversione di denaro tradizionale in Bitcoin. A tal riguardo, la CGUE, con la sentenza *Skatteverket contro David Hedqvist*<sup>26</sup>, si è espressa sulla classificazione della *crypto* in parola, stabilendo una comparazione con «divise, banconote e monete con valore liberatorio» che, negli anni seguenti, ha ispirato l’azione di diverse autorità nazionali<sup>27</sup>.

---

<sup>25</sup> Si pensi che le rilevazioni di Binance in merito al prezzo del Bitcoin, per esempio, partono solo dall’agosto del 2013. Allo stesso modo, le prime quotazioni presentate da Yahoo Finance risalgono al settembre 2014. In merito all’evoluzione del valore del Bitcoin nei suoi primi anni di “vita” – periodo in cui sono nate e rapidamente scomparse diverse piattaforme di scambio incentrate su questa criptovaluta – è interessante la ricostruzione proposta da G. Lemme, S. Peluso, *Criptomoneta e distacco dalla moneta legale: il caso Bitcoin*, in *Riv. dir. banc.*, 2016, 11, 1 ss.

<sup>26</sup> Causa C-264/14, *Skatterverket contro David Hedqvist*. Tale vertenza nasceva dal quesito relativo al fatto che l’attività svolta dal sig. Hedqvist – la quale constava nel cambio di valute tradizionali in Bitcoin e viceversa – dovesse essere, oppure no, soggetta al versamento dell’IVA. Sul punto, si vedano C. Celesti, S. Dorigo, *Criptoattività e blockchain: profili penali e fiscali*, in Th. Casadei, S. Pietropaoli (a cura di), *Diritto e tecnologie informatiche*, Milano, 2021, 185 ss.; e C. Trenta, *Bitcoin e valute virtuali. Alcune riflessioni alla luce della decisione della Corte di Giustizia UE sul regime IVA applicabile ai bitcoin (Bitcoin and virtual currencies. Reflections in the wake of the CJEU’s bitcoin VAT judgement)*, in *Riv. trim. dir. trib.*, 2016, 4, 949 ss.

<sup>27</sup> Con tale pronunciamento, infatti, la Corte di Giustizia applica alle transazioni di cambio in Bitcoin la disposizione enunciata dall’articolo 135, paragrafo 1 lettera e), della Direttiva 2006/112/CE del Consiglio, escludendo quindi l’imposizione IVA. Questo orientamento ha indirizzato per esempio l’interpretazione dell’Agenzia delle Entrate italiana, la quale, con la risoluzione 72/E del 2 settembre 2016, ha stabilito che il Bitcoin andasse sostanzialmente equiparato ad una valuta straniera (con quanto ne conseguiva a livello fiscale). Cfr. T. Ehrke-Rabel, L. Zechner, *VAT treatment of cryptocurrency intermediation services*, in *Intertax*, 2020, 48, 5, 498 ss.; A. Contrino, G. Baroni, *The cryptocurrencies: fiscal issues and monitoring*, in *Dir. prat. trib. internaz.*, 2019, 1, 11 ss.; F. Fassò, *Il regime fiscale dei bitcoins secondo una recente (e unica) prassi amministrativa*, in *Strumenti finanziari e fiscalità*, 2017, 3, 105 ss.

Il legislatore euro-unitario, dal canto suo, come prima forma di regolazione del settore *de quo*, ha invece provveduto all'inserimento, nella normativa volta a contrastare il riciclaggio, di alcune categorie di soggetti operanti nell'ambito delle *crypto*. Tale intervento ha avuto luogo con la Direttiva (UE) 2018/843<sup>28</sup>, la quale ha interessato, tra gli altri, «i prestatori di servizi la cui attività consiste nella fornitura di servizi di cambio tra valute virtuali e valute aventi corso legale [...] e i prestatori di servizi di portafoglio digitale». In questa disposizione, l'Unione Europea ha quindi, inevitabilmente, fornito una definizione del termine «valuta virtuale», indicando come questo strumento andasse considerato «una rappresentazione di valore digitale che non è emessa o garantita da una banca centrale o da un ente pubblico», non necessariamente legata a una valuta legalmente istituita, non possedente lo *status* giuridico di valuta o moneta, ma accettata da persone fisiche e giuridiche come mezzo di scambio e che «può essere trasferita, memorizzata e scambiata elettronicamente»<sup>29</sup>.

Fra il 2017 ed il 2018, quando il valore delle criptovalute è salito in modo esponenziale, per poi scendere in maniera altrettanto repentina<sup>30</sup>, si è inoltre iniziata a diffondere a livello euro-unitario l'idea che il fenomeno *crypto* necessitasse di una normazione di più ampia portata, non dunque limitata ai due ambiti appena menzionati. Nello specifico, nel 2018, con la pubblicazione del *Fintech Action Plan*<sup>31</sup>, la Commissione Europea, *inter alia*, si è impegnata a monitorare «l'evoluzione delle criptoattività e delle offerte iniziali di moneta», con il fine di considerare «l'eventuale necessità di un'azione normativa a livello dell'UE»<sup>32</sup>. A tale missiva è seguita la richiesta alle autorità di vigilanza finanziaria euro-unitaria

<sup>28</sup> Direttiva 2018/843/UE del Parlamento e del Consiglio del 30 maggio 2018. Con tale atto si è modificata la Direttiva 2015/849/UE, relativa alla prevenzione dell'uso del sistema finanziario a fini di riciclaggio o finanziamento del terrorismo, così come le Direttive 2009/138/CE e 2013/36/UE. Cfr. R. Houben, A. Snyers, *Cryptoassets and financial crime: a European Union perspective*, in *The Routledge Handbook of Fintech*, 2021, 163 ss.; e S. De Vido, *All that glitters is not gold: the regulation of virtual currencies in the new EU V anti-money laundering directive*, in *DPCE Online*, 2019, 38, 1, 59 ss.

<sup>29</sup> Tra i contributi più recenti sul punto, la cui trattazione approfondita esulerebbe dallo scopo delle presenti note, v. R.M. Vadalà, *La dimensione finanziaria delle valute virtuali. Profili assiologici di tutela penale*, in *Giur. it.*, 2021, 2224 ss.; A. Quattrocchi, *La natura proteiforme delle criptovalute al crocevia della tutela penale del mercato finanziario*, *ivi*, 2022, 1214 e ss., il quale evidenzia come la direttiva contribuisca più a tratteggiare «in negativo» le caratteristiche della valuta virtuale che a darne una compiuta definizione; nonché E. Davì, *Bitcoin e self-laundering: lo sguardo sospettoso della Cassazione sull'impiego di criptovaluta*, in *Foro it.*, 2023, 2, 15 ss.

<sup>30</sup> Ad inizio 2017 il valore del Bitcoin era di poco inferiore a 1.000 euro, mentre, nel mese di dicembre dello stesso anno, aveva raggiunto circa 17.000 euro, per poi ridiscendere, a febbraio 2018, fino a circa 4.500 euro. Questi dati sono tratti da Coinbase.

<sup>31</sup> Nel dettaglio, *Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, alla Banca Centrale Europea, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni. Piano d'azione per le tecnologie finanziarie: per un settore finanziario europeo più competitivo e innovativo*, COM(2018) 109 dell'8 marzo 2018.

<sup>32</sup> Questa iniziativa seguiva la Risoluzione del Parlamento europeo del 26 maggio 2016 sulle valute virtuali, con la quale si raccomandava un'indagine globale approfondita su tali *assets*, che, eventualmente, avrebbe potuto portare alla revisione della normativa UE all'epoca vigente.



– European Securities and Markets Authority (ESMA), European Banking Authority (EBA) e European Insurance and Occupational Pension Authority (EIOPA) – di approfondire il tema, con lo scopo di valutare in quale misura le cripto-attività rientrassero nel quadro normativo al tempo in vigore. I *reports* elaborati da EBA<sup>33</sup> ed ESMA<sup>34</sup> risultano particolarmente interessanti ai fini della nostra analisi.

Le autorità appena menzionate hanno innanzitutto rilevato come, al momento della stesura dei loro documenti, le cripto-attività non rappresentassero un rischio significativo per la stabilità finanziaria; al contempo, però, tali strumenti avevano determinato criticità per l'integrità del mercato, tali da rendere necessario un intervento a tutela degli investitori<sup>35</sup>. In particolare, al riguardo, si evidenziava come solo una frazione delle *crypto* presentasse i requisiti per rientrare nel campo d'applicazione della normativa MiFID II<sup>36</sup> o di quelle EMD2<sup>37</sup> e PSD2<sup>38</sup>, sottolineando quindi come una larga fetta di esse operasse al di fuori di un preciso quadro regolatorio<sup>39</sup>. Inoltre, si rimarcava come anche le criptovalute assimilabili, come caratteristiche, a “*transferable securities*” o ad altri strumenti finanziari rientranti nella normativa MiFID<sup>40</sup>, venissero ricondotte alla regolazione euro-

<sup>33</sup> Cfr. EBA, *Report with advice for the European Commission on crypto-assets*, 9 gennaio 2019.

<sup>34</sup> V. ESMA, *Advice. Initial coin offerings and Crypto-Assets*, 9 gennaio 2019. Entrambi i *report* citati nel testo sono oggetto di analisi in U. Piattelli, *Lo sviluppo delle cripto attività verrà messo alla prova delle nuove regole adottate dagli Stati Membri e dal legislatore europeo?*, in *Nuovo dir. soc.*, 2022, 2402 ss.

<sup>35</sup> Nel *report* elaborato da ESMA (*op. cit.*, 4), è scritto che «the crypto-assets sector remains modest in size and ESMA does not believe that it currently raises financial stability issues. However, ESMA is concerned about the risks it poses to investor protection and market integrity. ESMA identifies the most significant risks as fraud, cyber-attacks, money laundering, and market manipulation». Una valutazione analoga è riportata nel documento pubblicato da EBA (*op. cit.*, 4).

<sup>36</sup> La *Markets in Financial Instruments Directive II* (2014/65/UE - MiFID II) – entrata in vigore il 3 gennaio 2018 – si pone il fine, insieme al *Markets in financial instrument Regulation* (Regolamento UE n. 600/2014 - MiFIR), di regolare l'offerta e la gestione di molteplici servizi finanziari all'interno dell'Unione Europea. Sulla materia, *ex plurimis*, si veda V. Troiano, R. Motroni, *La Mifid 2: rapporti con la clientela, regole di governance, mercati*, Milano, 2016.

<sup>37</sup> La seconda *Electronic Money Directive* (2009/110/CE – EMD2), come enunciato nel suo primo articolo, «fissa le norme in materia di esercizio dell'attività di emissione di moneta elettronica» all'interno dell'Unione Europea. Sul punto, G. Guerrieri, *La moneta elettronica. Profili giuridici dei nuovi strumenti di pagamento*, Bologna, 2015.

<sup>38</sup> La seconda *Payment Services Directive* (2015/2366/UE – PSD2) è relativa ai servizi di pagamento nel mercato interno; sul tema, R. Motroni, *La PSD2 tra soggetti e oggetto della tutela*, in *Dir. econ.*, 2019, 2, 413 ss.

<sup>39</sup> Il sopracitato *report* dell'EBA (*op. cit.*, 15) afferma infatti che: «it appears that a significant portion of activities involving crypto-assets do not fall within the scope of current EU financial services law [...] Consequently, activities involving such crypto-assets are not subject to a common scheme of regulation in the EU».

<sup>40</sup> Come argomenta ESMA, *op. cit.*, 5, è infatti la classificazione come “*transferable securities*” o altri strumenti finanziari parte della MiFID II che porta, logicamente, gli *assets de quibus* a rientrare nel campo di applicazione di diverse normative euro-unitarie afferenti alla regolazione finanziaria; si pensi al Regolamento relativo agli abusi di mercato (Regolamento UE n. 596/2014) o al Regolamento relativo alle vendite allo scoperto (Regolamento UE n. 236/2012).

unitaria in maniera differente da Stato membro a Stato membro<sup>41</sup>, generando pertanto un contesto frastagliato in cui potevano aver luogo “arbitraggi regolatori”<sup>42</sup>.

Alla luce, probabilmente, anche di queste valutazioni, sin dall’insediamento della Commissione Von Der Leyen è emersa dunque l’intenzione delle istituzioni euro-unitarie di giungere ad una normazione *ad hoc* del settore in oggetto. Invero, il Commissario Dombrowskis, già nel corso dell’audizione di conferma presso il Parlamento Europeo<sup>43</sup>, nel descrivere gli obiettivi del suo mandato, poneva fra essi quello di creare un “approccio comune” euro-unitario nei confronti della cripto-attività, con un richiamo esplicito ai rischi portati dal progetto guidato da Facebook (oggi Meta) di lanciare una propria *stablecoin* (all’epoca denominata Libra, poi Diem)<sup>44</sup>. Una menzione al fenomeno *crypto* si ritrova inoltre nel corso dell’audizione della Commissaria ai Servizi finanziari, alla stabilità finanziaria ed all’Unione dei mercati dei capitali Mairead McGuinness, la quale ha evidenziato la necessità di strutturare una vigilanza in grado di contrastare efficacemente le frodi finanziarie connesse all’utilizzo delle criptovalute<sup>45</sup>. Infine, Commissione e Consiglio dell’Unione Europea, con la dichiarazione congiunta del 5 dicembre 2019, hanno posto un’attenzione particolare alle *stablecoins*, affermando che sarebbe stato opportuno evitare che queste criptovalute iniziassero a diffondersi nel vecchio Continente prima che si fosse effettuata un’attenta disamina dei rischi correlati al loro utilizzo<sup>46</sup>.

Per quanto riguarda la Banca Centrale Europea, va detto che l’istituto di emissione ha monitorato l’ambito *de quo* da prima delle istituzioni di Bruxelles, pubblicando già nel 2012 un *paper* sulle *virtual currencies*<sup>47</sup>. In tale documento, la

<sup>41</sup> Alla luce delle diverse normative con cui i singoli Stati membri hanno tradotto la Direttiva MiFID nell’ordinamento interno, spetta infatti alle Autorità nazionali il compito di valutare se le cripto-attività siano configurabili, o meno, come strumenti finanziari rientrati nel campo di applicazione della regolazione esistente. Sul tema, è significativo riportare come un’indagine svolta da ESMA nell’estate del 2018 – ed indirizzata proprio alle autorità dei diversi Paesi euro-unitari – abbia rilevato diverse discrepanze (ivi, 18 ss.).

<sup>42</sup> Ascrive l’adozione del Regolamento MiCA a questa necessità di superare la frammentazione normativa attuale G. Pizzolante, *La disciplina del mercato delle cripto-attività nella proposta di regolamento dell’Unione europea*, in *Eurojus*, 2022, 4, 48 ss. In generale, sul concetto di arbitraggio regolatorio, *ex plurimis*, si veda V. Fleischer, *Regulatory arbitrage*, in *Texas Law Review*, 2010, 2, 227 ss.

<sup>43</sup> A tal riguardo, si può fare riferimento a R. Parenti, J. Deslandes, A. Kennedy, *Audizione dei Commissari designati. Settembre - Novembre 2019*, in *European Parliament briefings*, 2019, 15 ss.

<sup>44</sup> Il progetto *de quo* – che, come scritto, aveva in Facebook il suo principale promotore – è stato avvertito fin dal principio dalle istituzioni delle principali economie globali (in particolare da parte degli Stati Uniti), finendo poi per essere “archiviato” dopo pochi anni. Sul punto, è interessante l’analisi proposta da H. Murphy, K. Stacey, *Facebook Libra: the inside story of how the company’s cryptocurrency dream died*, in *Financial Times*, 10 marzo 2022.

<sup>45</sup> Cfr. R. Parenti, J. Deslandes, A. Kennedy, *op. cit.*, 112 ss.

<sup>46</sup> «In view of the above, the Council and the Commission state that no global “stablecoin” arrangement should begin operation in the European Union until the legal, regulatory and oversight challenges and risks have been adequately identified and addressed»; il comunicato stampa recante tale dichiarazione è reperibile nel sito del Consiglio dell’Unione Europea.

<sup>47</sup> Ovvero, *Virtual Currency Scheme*, ottobre 2012 (consultabile sul sito istituzionale della BCE).

BCE proponeva una sua prima definizione di questi strumenti («a type of unregulated, digital money, which is issued and usually controlled by its developers, and used and accepted among the members of a specific virtual community»<sup>48</sup>) e, pur affermando come (al tempo) le cripto-attività rappresentassero una nicchia da cui difficilmente avrebbero potuto derivare rischi per la trasmissione della politica monetaria e la stabilità finanziaria, riconosceva come il settore in oggetto avrebbe probabilmente vissuto un’espansione, desumendo conseguentemente l’esigenza di svolgere «a periodical examination of the developments [...] in order to reassess the risks»<sup>49</sup>. In una pubblicazione del 2015<sup>50</sup>, l’istituzione di Francoforte ha dato poi seguito al proposito appena citato, rilevando come, effettivamente, il novero dei *crypto-assets* (ed il loro valore) si fosse ampliato. È interessante notare come la Banca Centrale, in questo documento, affermasse che, sia dal punto di vista economico che da quello giuridico, le criptovalute non fossero considerabili come una forma di moneta<sup>51</sup>; parimenti, l’istituto di emissione, pur confermando come non si rilevassero criticità per le prerogative ad essa attribuite, sottolineava i diversi rischi a cui si esponevano coloro i quali investivano in questo ambito, invitando pertanto le autorità (soprattutto quelle nazionali) a verificare l’applicabilità dei rispettivi quadri regolatori al fenomeno *crypto* ed, eventualmente, a provvedere ad una loro revisione<sup>52</sup>.

Peraltro, nel marzo 2018, allorché il Bitcoin e altre criptovalute, come si è già avuto modo di osservare, hanno raggiunto prezzi esorbitanti, la Banca Centrale è nuovamente intervenuta sul tema, istituendo al suo interno una *Crypto-Assets Task Force*<sup>53</sup>. In un *paper* pubblicato da questa “unità” nel corso del 2019<sup>54</sup>, è emerso come la BCE avesse iniziato a porre notevole attenzione sul tema delle *stablecoins* e sulla possibile emissione di una Moneta Digitale di Banca Centrale come risposta della sfera pubblica verso la richiesta di digitalizzazione finanzia-

---

<sup>48</sup> Ivi, 5. È interessante in tal senso rilevare come, nel sopramenzionato caso relativo all’imposizione IVA sulla conversione di valute tradizionali in Bitcoin (e viceversa), il giudice del rinvio abbia utilizzato proprio questa relazione della BCE al fine di definire la natura della criptovaluta in oggetto.

<sup>49</sup> Ivi, 47.

<sup>50</sup> Cfr., *Virtual Currency Schemes. A further analysis*, 2015 (documento consultabile sul sito istituzionale della BCE).

<sup>51</sup> Ivi, 23 ss. In quest’ottica, l’istituto di Francoforte revisiona la definizione fornita tre anni prima, proponendone un’altra del seguente tenore: «virtual currency can therefore be defined as a digital representation of value, not issued by a central bank, credit institution or e-money institution, which, in some circumstances, can be used as an alternative to money».

<sup>52</sup> Ivi, 32 e ss.

<sup>53</sup> Riguardo a questa *Task Force*, la BCE comunica unicamente la sua data di istituzione ed il compito ad essa attribuito, cioè un’attività di ricerca in merito alle *virtual currencies* e, più in generale, rispetto ai *crypto-assets*.

<sup>54</sup> Si veda *Crypto-Assets. Implications for financial stability, monetary policy, and payments and market infrastructures*, in *ECB occasional papers*, 2019.

ria avanzata da parte di ampi strati della popolazione<sup>55</sup>. Nel 2020, la *Task Force* ha poi dedicato una ricerca specifica proprio alle *stablecoins*<sup>56</sup>, ponendo l'enfasi sul già menzionato progetto ideato da Facebook<sup>57</sup> e fornendo una classificazione delle diverse tipologie di valute appartenenti a questa "famiglia"<sup>58</sup>. All'interno di questo documento, gli Autori, oltre che rimarcare il potenziale impatto delle cripto-attività sulla stabilità finanziaria e sulla trasmissione della politica monetaria<sup>59</sup>, giungendo alla conclusione che un'ampia diffusione di tali strumenti potrebbe sortire significativi effetti (negativi) su questi due ambiti, hanno considerato il tema relativo al rapporto fra banche e criptovalute. In tal senso, l'attenzione della *Task Force* si è concentrata sui rischi che potrebbero correre gli istituti di credito coinvolti nel regolamento delle transazioni in *stablecoins*<sup>60</sup>; allo stesso modo, nel documento è stata presa in considerazione la questione relativa all'incerta classificazione delle *crypto* rispetto ai requisiti patrimoniali prudenziali fissati per le banche<sup>61</sup>. Su quest'ultimo tema, in particolare, la BCE ha sottolineato come la normativa, delineata in un periodo in cui questi strumenti non erano diffusi, richiedesse una revisione al fine di evitare che gli istituti di credito assumessero un'esposizione finanziaria significativa nell'assenza di una puntuale normazione della materia<sup>62</sup>.

<sup>55</sup> Sul tema delle Monete Digitali di Banca Centrale, fra i molti contributi pubblicati, si possono richiamare T. Keister, D. Sanches, *Should Central Banks issue Digital Currency?*, in *The Review of Economic Studies*, 90, 1, 2023; T. Mancini-Griffoli, M. Soledad-Martinez Peria, I. Agur, A. Ari, J. Kiff, A. Popescu, C. Rochon, *Casting light on Central Bank Digital Currency*, in *IMF Staff Discussion Note*, 2018; nonché, con più specifico riferimento all'euro digitale, G. Bosi, *Digital Euro e dintorni giuridici*, in *Banca Impresa Società*, 2, 2022, 219 ss.; e, volendo, M. Bursi, *Euro Digitale: una questione di sovranità*, in *Federalismi.it*, 2023, 24, 1 ss.

<sup>56</sup> Cfr., *Stablecoins: implications for monetary policy, financial stability, market infrastructure and payments, and banking supervision in the euro area*, in *ECB occasional papers*, 2020.

<sup>57</sup> Si consideri che, nelle 37 pagine del documento in parola, il termine "Libra" viene menzionato 18 volte (comprendendo anche le note). Nella stessa direzione suggerita nel testo, G. Pizzolante, *op. cit.*, 58 ss., ritiene che l'annuncio di Facebook abbia rappresentato un fattore trainante verso la nuova normativa.

<sup>58</sup> La *Task Force* di Francoforte, nella sua analisi, suddivide le *stablecoins* in quattro categorie (ivi, 7): I) *tokenised funds*; II) *off-chain collateralised stablecoins*; III) *on chain-collateralised stablecoins*; IV) *algorithmic stablecoins*.

<sup>59</sup> Ivi, 19 ss.

<sup>60</sup> A tal riguardo, la Banca Centrale Europea considera funzioni di diverso genere, come, per esempio, la "custodia" degli *assets* posti come collaterale delle operazioni o la fornitura di servizi di cambio con denaro *fiat*. In tal senso, è logico affermare come la *Task Force* della BCE, riferendosi alle banche, paia riscontrare per loro più rischi che potenzialità positive nel coinvolgimento all'interno del settore delle *stablecoins* (*op. cit.*, 27 ss.).

<sup>61</sup> In tal senso, la Banca Centrale ha preso quindi come riferimento quanto stabilito dal Regolamento (UE) n. 575/2013.

<sup>62</sup> Ivi, 30.

#### 4. Lo sceriffo entra nel saloon: il Regolamento MiCA

Con la recente approvazione del *Digital Finance Package*<sup>63</sup>, quello che abbiamo descritto come un Far West vede finalmente l’arrivo di uno “sceriffo”. La Commissione Europea, infatti, approcciandosi per la prima volta in modo, almeno nelle intenzioni, organico alla materia, ha cercato di introdurre una normazione *ad hoc* del complessivo settore delle cripto-attività. Tale iniziativa ha portato all’adozione di due distinti atti rilevanti ai fini della nostra analisi, entrambi sulla base dell’articolo 114 TFUE, concernente, come noto, il ravvicinamento delle legislazioni dei Paesi UE che hanno per oggetto l’instaurazione e il funzionamento del mercato interno.

Da un lato, infatti, le istituzioni euro-unitarie, con il Regolamento (UE) 2022/858, hanno provveduto alla definizione di un *Pilot Scheme* per «le infrastrutture di mercato DLT e i loro gestori», delineando una *sandbox* che dovrebbe fungere da «palestra»<sup>64</sup> al fine di ravvicinare le diverse normative nazionali<sup>65</sup>. Su questo punto, in seguito ad una valutazione d’impatto effettuata dal Berlaymont, si è dunque optato per la creazione di un regime di deroga temporaneo per quelle infrastrutture che hanno ad oggetto «*DLT transferable securities*» e che, quindi, riguardano *crypto* già ora potenzialmente qualificabili come strumenti finanziari.

Dall’altro lato, poi, con il *Markets in Crypto-Assets Regulation* (Regolamento MiCA)<sup>66</sup>, che troverà piena applicazione a partire dal 30 dicembre 2024<sup>67</sup>, la Commissione Europea si è concentrata sulle cripto-attività che operavano in un *vacuum* regolatorio, ponendo particolare attenzione alle cd. *stablecoins*. È proprio su questa regolazione che focalizzeremo la nostra analisi, concentrandoci, per la sintesi che la natura dello scritto necessariamente richiede, esclusivamente su quei

---

<sup>63</sup> Questo pacchetto è stato adottato dalla Commissione Europea il 24 settembre 2020. Il *Digital Finance Package* si articola nella *Digital Finance Strategy* - «Comunicazione relativa a una strategia in materia di finanza digitale per l’UE», COM(2020) 591 – e nella *Retail Payments Strategy* – «Comunicazione relativa a una strategia in materia di pagamenti al dettaglio per l’UE», COM(2020) 592. Tale iniziativa ha portato anche all’adozione del Regolamento DORA (*Digital Operational Resilience Act* - Regolamento (UE) 2022/2554), sul quale si veda G. Schneider, *La resilienza operativa digitale come materia di corporate governance: prime riflessioni a partire dal DORA*, in *Corporate Governance*, 2022, 4, 553 ss.

<sup>64</sup> Mutuando l’espressione impiegata da P. Carrière, *Crypto-assets: le proposte di regolamentazione della Commissione UE. Opportunità e sfide per il mercato italiano*, in *Approfondimenti Dir. Banc.*, 2020.

<sup>65</sup> L’ESMA – come stabilito dall’articolo 14 del Regolamento – dovrà presentare alla Commissione Europea, entro il 24 marzo 2026, un *report* sul complessivo funzionamento del *Pilot Scheme*. In seguito, saranno poi Commissione, Parlamento e Consiglio a valutare se prorogare tale regime oppure no.

<sup>66</sup> Regolamento (UE) 2023/1114 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 31 maggio 2023. Per un primo commento generale all’atto normativo v., in particolare, R. Razzante, *Il panorama delle regole UE su blockchain e crypto asset*, in *Notariato*, 2023, 579 ss.

<sup>67</sup> Salvo alcune disposizioni, già entrate in vigore il 29 giugno 2023, ed altre che, invece, diverranno operative il 30 giugno 2024.

punti di carattere più generale che, a nostro avviso, appaiono maggiormente rilevanti nell'ottica di una efficace regolazione di questo fenomeno<sup>68</sup>, in modo tale da evidenziarne alcune possibili criticità e provare a fornire, infine, qualche indicazione sulle prospettive prossime di sviluppo della regolazione.

Innanzitutto, merita attenzione l'oggetto stesso della disciplina recata dal Regolamento MiCA, che fornisce una definizione del concetto di "criptoattività" diversa da quelle finora incontrate, ma non scevra di qualche conseguenza problematica. Infatti, l'atto normativo qualifica come tale «una rappresentazione digitale di un valore o di un diritto che può essere trasferito e memorizzato elettronicamente, utilizzando la tecnologia a registro distribuito o una tecnologia analogica»<sup>69</sup>, cercando, per tale via, di andare a ricomprendere anche criptoattività che non siano configurabili, o almeno non prioritariamente, come strumenti di pagamento<sup>70</sup>. Peraltro, alla luce di quanto stabilito dall'articolo 2 del Regolamento *de quo*, il legislatore unionale ha deciso di escludere dalla sfera di applicazione di tale normativa le criptovalute già ora classificabili come attività finanziarie<sup>71</sup>, così come una eventuale futura Moneta Digitale di Banca centrale (l'Euro digitale, per intenderci), dato che la disciplina in parola non trova applicazione nei confronti della Banca Centrale Europea<sup>72</sup>.

Lo stesso Regolamento fornisce poi una tassonomia delle *crypto*, identificando, più nello specifico, tre categorie di *assets*<sup>73</sup>: a) gli *Asset-Referenced Token* (ART)<sup>74</sup>, i quali non sono un *token* di moneta elettronica e mirano a preservare un valore stabile «facendo riferimento a un altro valore o diritto o a una combinazione dei due, comprese una o più valute ufficiali»<sup>75</sup>; b) gli *Electronic Money Token* (EMT)<sup>76</sup>, descritti come strumenti che tendono a «mantenere un valore

<sup>68</sup> Non ci occuperemo, peraltro, dei risvolti in termini più strettamente giusprivatistici, già affrontati con particolare attenzione in dottrina, sulla scorta delle (allora) proposte di Regolamento, dagli studi raccolti nel fascicolo monografico della rivista *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2022, dedicato a *La nuova disciplina europea dei mercati digitali nuovi paradigmi dell'autonomia contrattuale*.

<sup>69</sup> Cfr. art. 3, paragrafo 1.5, del Regolamento *de quo*.

<sup>70</sup> Così già R. Lener, *op. cit.*, 380 ss., che saluta tale elemento come una importante novità di MiCAR, priva di precedenti.

<sup>71</sup> Le quali, come emerso dai report di EBA ed ESMA ricordati nel paragrafo 3 di questo scritto, potrebbero già ora essere ricondotte dalle singole autorità nazionali alla normativa MiFID II.

<sup>72</sup> Precisamente, tali "esclusioni" sono enunciate dal paragrafo 2 dell'articolo 2. La non riconducibilità della Moneta Digitale di Banca Centrale al campo di applicazione di MiCAR è stata rilevata anche da M. De Mari, *Le cripto-attività nella disciplina MiCAR*, in *Dialoghi Dir. econ.*, 2023, 1 ss.

<sup>73</sup> Rileva in argomento R. Lener, *op. cit.*, 381 ss., che la tripartizione fatta propria dal Regolamento sembra essere più tecnica che giuridica, giacché non coincide con quella tradizionale in criptovalute, *utility token* e *investment token*, trascurando – come già rilevato – volutamente questi ultimi in quanto, quali strumenti finanziari veri e propri, essi trovano già copertura in una disciplina di livello europeo.

<sup>74</sup> Definiti, nell'articolo 3 della versione italiana del Regolamento, «*token* collegati ad attività».

<sup>75</sup> In questo "gruppo", per esempio, sarebbe rientrata Libra/Diem.

<sup>76</sup> Nella versione italiana, sempre all'articolo 3 del Regolamento, definiti come «*token* di moneta elettronica».

stabile facendo riferimento al valore di una valuta ufficiale»<sup>77</sup>; c) «le cripto-attività diverse da un token collegato ad attività o da un token di moneta elettronica», una più ampia categoria di *crypto* definita in via residuale ed al cui interno rientrano gli *Utility Token*, strumenti tipizzati che sono destinati «unicamente a fornire l’accesso a un bene o a un servizio prestato dal suo emittente»<sup>78</sup>.

Gli ART e gli EMT, alla luce di quanto scritto in precedenza, sono sicuramente classificabili come *stablecoins*: seppure con modalità differenti tra loro, infatti, si tratta pur sempre di strumenti che ricercano una stabilità ancorando il loro valore a determinati *assets*.

All’interno della “residuale” categoria relativa alle «cripto-attività diverse da un token collegato ad attività o da un token di moneta elettronica» rientrerebbero logicamente anche i *Non-Fungible Tokens* (NFT), se queste *crypto* non fossero esplicitamente escluse dall’articolo 2, paragrafo 3 del testo normativo, che in modo inequivoco stabilisce come il MiCAR non riguardi «cripto-attività che sono uniche e non fungibili con altre cripto-attività». Il che, a ben vedere, risulta difficilmente comprensibile, alla luce, da un lato, del dichiarato obiettivo del legislatore euro-unitario di fornire copertura normativa al complessivo “universo” delle criptoattività, e, dall’altro, della non trascurabile diffusione di questi strumenti<sup>79</sup>.

Passando al merito del provvedimento, nel meandro dei suoi 149 articoli, l’atto normativo *de quo* delinea un’ampia gamma di prescrizioni che i soggetti emittenti cripto-attività ed i prestatori di servizi in *crypto* – se ed in quanto ricompresi da questa normativa – debbono seguire al fine di poter operare nel contesto europeo, distinguendo obblighi comuni a tutti gli emittenti *crypto-assets* ed altri specifici per quelli che immettono sul mercato *stablecoins*.

Tra i primi, merita sicuramente rilievo il dovere di pubblicare un *white paper*, documento con cui gli emittenti si impegnano a fornire agli investitori, e alle autorità di controllo, una vasta gamma di dati in merito allo strumento da loro immesso sul mercato, tra cui, per citare solo qualche esempio, la tecnologia sottostante la *crypto* o i diritti ad essa connessi<sup>80</sup>. Al contempo, riferendoci segnatamente agli ART e agli EMT, è rilevante sottolineare come il Regolamento pre-

<sup>77</sup> Questo, per esempio, è invece il caso di Tether.

<sup>78</sup> Appartengono a questa famiglia, seppur con alcuni “elementi critici” (di cui si dirà più avanti), i *Fan-token* delle squadre di calcio.

<sup>79</sup> In senso analogo P. Carrière, *Decreto Fintech e MiCAR: il quadro normativo sulle cripto-attività*, in *Approfondimenti Dir. Banc.*, 2023. Va tuttavia rilevato come, ai sensi dell’articolo 142 di MiCAR, è stato attribuito alla Commissione Europea il compito, entro il 30 dicembre 2024, di redigere una relazione in merito (anche) a queste cripto-attività, accompagnandola eventualmente con una proposta legislativa *ad hoc*.

<sup>80</sup> Le caratteristiche generali che deve avere un *white paper* sono indicate nell’articolo 6 del Regolamento; sulla base di quanto stabilito dal capo 2 del titolo VII, un registro (parziale) dei *white paper* è poi tenuto dall’ESMA. Va peraltro precisato che il MiCAR stabilisce altresì parametri che, se non superati, esentano gli emittenti di cripto-attività dalla pubblicazione del *white paper*.

veda una diversificazione fra le attività significative e quelle che, invece, non lo sono, laddove in relazione alle prime sono previsti requisiti più rigorosi<sup>81</sup>.

L'individuazione delle une e delle altre è affidata all'EBA, sulla base di criteri stabiliti nella normativa *de qua*, fermo restando, in capo alla Commissione Europea, il potere di adottare atti delegati per andare a specificare ulteriormente i criteri sopra menzionati. Su quest'ultimo punto, il MiCAr crea inoltre un sistema a due livelli (che ricorda quello esistente per l'Unione Bancaria<sup>82</sup>) in cui la vigilanza degli emittenti ART ed EMT classificati come significativi ricade nella competenza della *European Banking Authority*, mentre quella dei *crypto-assets* non qualificati come tali rimane nelle "mani" delle autorità nazionali<sup>83</sup>: un'impostazione coerente con il principio di sussidiarietà di cui all'art. 5 del Trattato sull'Unione Europea e con quanto avviene in altri settori, che ben può giustificarsi sulla base della rilevanza sistemica degli operatori significativi, le cui infrazioni sarebbero suscettibili di esplicare un impatto negativo sull'intero mercato unico.

Per quanto riguarda, invece, le previsioni specifiche riferibili solo agli emittenti di *stablecoins*, il Regolamento (UE) 2023/1114 delinea diverse prescrizioni che tali soggetti dovranno seguire al fine di tutelare gli investitori. Fra queste, in relazione agli ART, particolarmente rilevanti ci sembrano, per esempio, le norme riguardanti le riserve di attività, ovvero quelle disposizioni che fissano, *inter alia*, la loro separazione dal patrimonio dell'emittente e che determinano le linee guida per il loro investimento, stabilendo come questi fondi debbano essere indirizzati verso «strumenti finanziari altamente liquidi con un rischio di mercato, un rischio di credito e un rischio di concentrazione minimi»<sup>84</sup>. Al contempo, per gli emittenti di EMT, viene statuito che tali soggetti debbano essere autorizzati ad operare come enti creditizi o come istituti di moneta elettronica e sono indicati crite-

<sup>81</sup> Come si legge nel considerando 59 del Regolamento, «i *token* collegati ad attività e i *token* di moneta elettronica dovrebbero essere considerati significativi quando soddisfano o possono soddisfare determinati criteri, tra cui una clientela ampia, un livello elevato di capitalizzazione di mercato o un numero elevato di operazioni. [...] Tali *token* collegati ad attività significativi e token di moneta elettronica dovrebbero pertanto essere soggetti a requisiti più rigorosi rispetto ai *token* collegati ad attività o ai token di moneta elettronica che non sono considerati significativi. In particolare, gli emittenti di *token* collegati ad attività significativi dovrebbero essere soggetti a requisiti patrimoniali più elevati e a requisiti di interoperabilità, nonché dovrebbero definire una politica di gestione della liquidità». Agli ART "significativi" è dedicato il capo 5 del titolo III mentre agli EMT "significativi" il capo 2 del titolo IV.

<sup>82</sup> Nell'Unione Bancaria, come noto, solo le banche classificate come "significative" sono direttamente vigilate dalla BCE, le altre rientrando invece nella competenza delle singole autorità nazionali. Sul punto, *ex plurimis*, si veda N. Ruccia, *Caratteri, limiti e prospettive dell'Unione bancaria*, Bari, 2018.

<sup>83</sup> Un'analisi dettagliata delle disposizioni sul punto, contenute nel capo 4 del titolo VII del Regolamento, può leggersi in G. Pizzolante, *op. cit.*, 58 ss.

<sup>84</sup> Così, testualmente, l'articolo 38 di MiCAr. In generale, alle riserve di attività è dedicato il capo 3 del titolo III del Regolamento.



ri per l’investimento dei fondi ricevuti in cambio dei *token*<sup>85</sup>. Ai sensi di MiCAR, inoltre, gli emittenti di entrambe le tipologie di *crypto-assets* devono dotarsi di piani di risanamento e rimborso<sup>86</sup>, così come comune è la prescrizione del divieto di concedere rilevanza in relazione ai *token*<sup>87</sup>. Quest’ultima disposizione è di particolare interesse, dal momento che riflette quanto previsto dall’articolo 12 della EMD2, depotenziando la funzione di riserva di valore di questi strumenti<sup>88</sup>, che in questo modo sono resi più simili al denaro contante che ad un deposito bancario, in modo tale da diminuire la rischiosità ad essi correlata e con il fine di identificarli principalmente come strumenti di pagamento: una caratteristica che, nella sua proposta di Regolamento, la Commissione Europea ha previsto anche per un eventuale Euro Digitale<sup>89</sup>. È utile infine evidenziare come, rispetto agli ART, sia stata fissata una procedura autorizzativa<sup>90</sup> per poter assumere una partecipazione qualificata in un emittente di questa tipologia di *stablecoins*<sup>91</sup>.

In merito agli *Utility Token* – e, in senso più ampio, alle «cripto-attività diverse dai *token* collegati ad attività o dai *token* di moneta elettronica»<sup>92</sup> – invece, la disciplina si discosta significativamente da quanto previsto per EMT ed ART. Invero, il sistema di controlli delineato per gli emittenti di questi strumenti risulta meno stringente rispetto a quello riguardante le *stablecoins*, non prevedendo, per esempio, né un regime autorizzativo *ex ante* né uno di vigilanza continuativa *ex post*<sup>93</sup>. Questa diversità di regime appare difficilmente giustificabile, considerando che queste cripto-attività possono attribuire diritti di credito rispetto ad una moltitudine di beni/servizi (virtuali, ma anche fisici) che, in determinati casi, potrebbero assumere indiscutibilmente tratti di “finanziarietà”, ciò che richiederebbe una tutela dell’investitore maggiore e non certo inferiore, tanto più che il livello di rischio si presenta facilmente come più elevato che nel caso delle *stable-*

---

<sup>85</sup> Cfr., rispettivamente, gli articoli 48 e 54 dell’atto normativo in commento. Nello specifico, rispetto all’investimento dei fondi ricevuti, viene stabilito che almeno il 30% di questi debba essere «sempre depositato in conti separati presso enti creditizi», mentre, per la parte eccedente questa soglia, è previsto che si segua quanto fissato per gli ART dall’articolo 38.

<sup>86</sup> Come previsto dal capo 6 del titolo III e dall’articolo 55 del Regolamento. Per una disamina più articolata di questi profili v. R. Lener, *op. cit.*, 385 ss.

<sup>87</sup> Rilevanti a tal fine sono gli articoli 40 e 50 di MiCAR.

<sup>88</sup> Tale finalità è esplicitamente dichiarata nei considerando 58 e 68 di MiCAR.

<sup>89</sup> Alla luce di quanto scritto nell’articolo 16, par. 8, della proposta di Regolamento del Parlamento e del Consiglio relativa all’istituzione dell’Euro Digitale - COM(2023) 369 final.

<sup>90</sup> L’autorità competente alla valutazione varia a seconda che si tratti di un soggetto “significativo” (in questo caso, l’EBA) oppure no (in tal circostanza, l’autorità nazionale di riferimento).

<sup>91</sup> Sul tema, si veda il capo 4 del titolo III.

<sup>92</sup> A questi strumenti è dedicato il titolo II del Regolamento.

<sup>93</sup> Come rilevato da P. Carrière (*Decreto Fintech*, cit., 14), la soluzione adottata per questi strumenti è «concentrata eminentemente sui profili informativi e sollecitatori», con una disciplina afferente alle offerte pubbliche che non contempla «l’ottenimento di un “visto” preventivo del *White Paper* e delle “comunicazioni di marketing”, da parte dell’autorità di vigilanza preposta ma una mera notifica».

*coins*, pur sempre ancorate ad un valore di riferimento. In tal senso, se è vero che il Regolamento *de quo*, come scritto in precedenza, limita il suo ambito di applicazione alle *crypto* non configurabili come strumenti finanziari, è altrettanto vero che esistono *token* riconducibili ad un «sottostante» di difficile e niente affatto univoca definizione. In quest'ottica, a livello esemplificativo, si pensi ai *Fantoken* delle squadre di calcio, «gettoni» con cui un numero crescente di *team* comunica con i propri tifosi/*supporters*. Questi strumenti, da un lato, danno diritto a trattamenti «preferenziali» per i propri detentori ma, dall'altro, registrano considerevoli fluttuazioni di valore che potrebbero attirare l'attenzione di investitori (e) speculatori, tanto che sono state avanzate tesi diametralmente opposte in merito alla loro qualificazione<sup>94</sup>. Come già rilevato in dottrina, allora, un'interpretazione volta ad escludere una irragionevole disparità di trattamento correlata ad una minor tutela dell'investitore, a fronte di strumenti meno trasparenti e più rischiosi, dovrebbe dunque condurre a ricomprendere un *Utility Token* nell'ambito di applicazione di MiCAR solo se ed in quanto lo strumento in questione «non accorda, *a latere* del diritto al bene/servizio, alcun diritto di carattere remunerativo e se la sua negoziabilità non assolve una funzione essenzialmente speculativa»<sup>95</sup>, dovendosi al contrario ritenere applicabile la normativa sugli strumenti finanziari. La soluzione fatta propria dal Regolamento di demandare all'emittente stesso la valutazione al riguardo, attraverso la previsione dell'obbligo di corredare il proprio *white paper* con i motivi per i quali le *cripto*-attività immesse sul mercato non sarebbero classificabili come EMT, ART o, *inter alia*, strumenti finanziari<sup>96</sup>, se può giustificarsi un'un'ottica di *accountability*<sup>97</sup>, risulta però assai pericolosa in assenza di adeguate forme di controllo.

Ulteriore aspetto interessante del Regolamento (UE) 2023/1114 è l'attenzione che esso dedica ai fornitori di servizi in *cripto*-attività – come, per esempio, i gestori di piattaforme di negoziazione in *cripto* – prevedendo per questi, fra l'altro, un regime autorizzatorio, diversificato a seconda del tipo di attività svolta<sup>98</sup>, alcuni requisiti prudenziali<sup>99</sup> nonché disposizioni in tema di compraven-

<sup>94</sup> Gli *Utility Token* in oggetto sono infatti ricondotti all'ambito di applicazione del Regolamento in commento da M. Cian, *La nozione di criptoattività nella prospettiva del MiCAR. Dallo strumento finanziario al token, e ritorno*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2022, 70 ss., mentre M. De Mari, *op. cit.*, 22 ss. preferisce ricondurli (almeno in alcuni casi) alla disciplina sugli strumenti finanziari.

<sup>95</sup> Cfr. M. Cian, *op. cit.*, 71.

<sup>96</sup> Questa previsione è enucleata dall'articolo 8, paragrafo 4, di MiCAR.

<sup>97</sup> Come stabilito dall'articolo 15 del Regolamento *de quo*, infatti, gli emittenti che hanno fornito «informazioni non complete, corrette o chiare oppure fuorvianti» sono responsabili «nei confronti del possessore della *cripto*-attività per qualsiasi perdita subita a causa di tale violazione».

<sup>98</sup> La relativa disciplina si rinviene nel capo 1 del titolo V del Regolamento in esame ed è oggetto di analisi da parte di G. Pizzolante, *op. cit.*, 62 ss.

<sup>99</sup> Stabiliti nell'articolo 67 del Regolamento.

dita di partecipazioni qualificate nel loro capitale<sup>100</sup>. In aggiunta, sono previste per questi soggetti tanto prescrizioni specifiche in merito alla custodia delle cripto-attività e dei fondi dei clienti<sup>101</sup> quanto ulteriori e puntuali obblighi *ad hoc* a seconda della specifica attività svolta<sup>102</sup>, con un approccio “sartoriale” alla materia che, pur determinando una maggiore complessità, ci sembra tutto sommato divisibile, per il fatto di affrontare una realtà assai frammentata e dispersa in molti rivoli in modo assai attento alle peculiarità dei vari operatori.

Infine, dal nostro punto di vista, pare significativo rilevare come, su pressione del Parlamento Europeo<sup>103</sup>, siano state inserite nella normativa in oggetto alcune previsioni riguardanti l’impatto delle cripto-attività sull’ambiente: il meccanismo *proof-of-work* – alla base di molte criptovalute (fra cui il Bitcoin) – ha infatti raggiunto con il passare del tempo un fabbisogno annuo energetico superiore a quello di Paesi che contano milioni di abitanti ed un PIL *pro capite* elevato. Questa rilevante richiesta di energia, necessaria a “validare” i nuovi blocchi della *blockchain*, trova sovente soddisfazione grazie ad un massiccio impiego di combustibili fossili, di modo che l’impatto nocivo di tale settore sull’ambiente risulta particolarmente significativo, rappresentando un’ulteriore voce in grado di contribuire a quel riscaldamento globale che incarna una, se non “la”, criticità dell’epoca contemporanea<sup>104</sup>. È vero che, al riguardo, il Regolamento pone unicamente obblighi di carattere informativo, quali la menzione nei *white paper* degli eventuali effetti sfavorevoli correlati alla cripto-attività sulla base degli «indicatori di sostenibilità in relazione agli impatti negativi sul clima e ad altri effetti negativi connessi all’ambiente» la cui definizione è rimessa ad ESMA e ad EBA<sup>105</sup>, ma, per quanto la portata precettiva non sia particolarmente stringente in ottica ecologista, a noi pare pur sempre che tali previsioni possano quanto meno rappresentare un primo meritorio tentativo di affrontare anche questo, niente affatto secondario, profilo della materia, così da conseguire l’importante risultato di sensibilizzare l’investitore su un profilo di cui potrebbe facilmente ignorare la rilevanza.

<sup>100</sup> Cfr. il capo 4 del titolo V dell’atto normativo.

<sup>101</sup> Alla luce di quanto stabilito dall’articolo 70 di MiCAR.

<sup>102</sup> Di questo si occupa il capo 3 del titolo V del provvedimento.

<sup>103</sup> Nello specifico, della Commissione per i problemi Economici e Monetari, intervenuta *in parte qua* sin dal *report* per le negoziazioni interistituzionali del 14 marzo 2022. In argomento, I. Hallak, *Markets in crypto-assets (MiCA)*, in *European Parliament Briefings*, 2023, pubblicato sul sito dell’Istituzione.

<sup>104</sup> Sul tema, si veda il *Cambridge Bitcoin Electricity Consumption Index* elaborato dall’Università di Cambridge e quanto riportato in J. Huang, C. O’Neill, H. Tabuchi, *Bitcoin uses more electricity than many Countries: how is that possible?*, in *The New York Times*, 3 settembre 2021. Più in generale, sulla sostenibilità degli investimenti in criptoattività, v. L. Sannikova, *ESG vs Cryptoassets: Pros and Contrasts*, in *Giur. comm.*, 50 (1), 2023, 156 ss. (spec. 159 ss. per i profili ambientali) e M. Wendl, M. Hahn Doan, R. Sassen, *The environmental impact of cryptocurrencies using proof of work and proof of stake consensus algorithms: A systemic review*, in *Journal of Environmental Management*, 2023, 356 (A), 1 ss.

<sup>105</sup> Come stabilito, nel caso degli ART, dall’articolo 19 o, rispetto agli EMT, dall’articolo 51 del Regolamento.

## 5. *Per concludere: due sollecitazioni ed una proposta*

Il *Digital Finance Package* e, in particolare, il Regolamento MiCA i cui tratti salienti abbiamo, seppur in estrema sintesi, richiamato, rappresentano un passaggio fondamentale per l'Unione Europea verso l'adozione di un *corpus* normativo specificamente rivolto a disciplinare le cripto-attività. Anche a prescindere da alcune puntuali criticità che abbiamo segnalato, il quadro regolatorio è comunque ben lungi, tuttavia, dal potersi considerare completo giacché, a ben vedere, manca ancora la disciplina di ulteriori rilevanti elementi, affinché i rischi correlati al fenomeno in oggetto possano essere adeguatamente arginati. È nostra opinione, al riguardo, che andrebbe, per un verso, sollecitata la prosecuzione di due percorsi già avviati e, per altro verso, introdotta una prospettiva regolatoria ulteriore, che di seguito andiamo a proporre.

In primo luogo, per quanto riguarda le strade già intraprese, sarebbe importante che le istituzioni euro-unitarie recepissero nell'ordinamento unionale le disposizioni stabilite dalla Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI) in merito all'esposizione degli istituti di credito verso le criptovalute<sup>106</sup>. I requisiti fissati dalla BRI rappresentano infatti un fondamentale strumento al fine di evitare che le banche operanti nel mercato unico assumano un eccessivamente elevato impegno in cripto-attività altamente rischiose, ingenerando conseguentemente pericoli di ampia portata per la complessiva stabilità del sistema finanziario<sup>107</sup>.

In secondo luogo, un ulteriore *iter* che andrebbe portato a compimento è quello intrapreso dalla Banca Centrale Europea con riferimento al possibile lancio di un Euro Digitale, tra i cui obiettivi figura proprio quello di contrastare l'utilizzo delle *crypto* quali possibili alternative al denaro pubblico<sup>108</sup>. Invero, quella richie-

<sup>106</sup> Il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, sul finire del 2022, ha diviso le criptovalute in due categorie, prevedendo rispetto a ciascuna di queste dei precisi requisiti prudenziali per gli istituti di credito che decidessero di investire in questo ambito. Tali disposizioni, stando a quanto concordato all'interno di questa organizzazione, dovrebbero essere tradotte nei diversi ordinamenti nazionali entro il primo gennaio 2025. Sul tema, si veda *Prudential treatment of cryptoasset exposures*, in *BIS publications*, 2022, reperibile sul sito della Banca.

<sup>107</sup> I rischi per la stabilità finanziaria globale, a seguito dell'inserimento delle criptovalute negli *asset* dei fondi di investimento e della loro diffusione tra i piccoli risparmiatori sono evidenziati da G. Pizzolante, *op. cit.*, 49.

<sup>108</sup> Del resto, come evidenziato *supra*, la stessa *Task Force* della BCE, in una sua pubblicazione (*Crypto-Assets. Implications*, *cit.*), aveva ricondotto lo sviluppo di una propria Moneta Digitale di Banca Centrale a quella richiesta di digitalizzazione finanziaria che, in parte, sostiene il settore *de quo*. Lo stesso Fabio Panetta, ex responsabile della *Task Force* della BCE, ha in più situazioni dichiarato come l'introduzione dell'Euro Digitale potrebbe tutelare l'Eurozona dalla "minaccia" rappresentata dalla criptovalute (sul punto, M. Arnold, *Digital euro will protect consumer privacy, ECB executive pledges*, in *Financial Times*, 20 giugno 2021). La correlazione tra il mondo *crypto* e le MDBC è stata avanzata da diversi Autori, tra cui, per esempio, I. Agur, *Central Bank Digital Currencies: an overview of pros and cons*, in E. Gnan, D. Masciandaro (a cura di), *Do we need Central Bank Digital Currency? Economics, Technology and Institutions*, in *SUERF Conference Proceedings*, 2018, 2, 114 ss.; e a R. Ali, N. Narula, *Redesigning digital money: What can we learn from a decade of cryptocurrencies?*, in *MIT DCI Working Papers*, 2020, reperibili alla pagina <https://dci.mit.edu/papers> (consultata il 19 dicembre 2023).

sta di innovazione tecnologica riguardante le banconote avanzata da determinate fasce della popolazione – e che alcuni soggetti (secondo noi, incautamente) cercano di soddisfare con le criptovalute – potrebbe (e dovrebbe) trovare in una Moneta Digitale di Banca Centrale dell’Eurozona una risposta, con l’obiettivo di evitare che il monopolio monetario statale venga, anche solo parzialmente, eroso<sup>109</sup>. In tal senso, come già suggerito in dottrina<sup>110</sup>, si dovrebbero attentamente ponderare opzioni di *design* di un eventuale Euro digitale che finissero per limitarne eccessivamente le potenzialità, onde evitare di condurre tale progetto verso un rapido, ed inopportuno, fallimento: il riferimento principale è alla già menzionata previsione, contenuta nella proposta di Regolamento della Commissione Europea, di un’assenza di tassi di interesse sui depositi in Moneta Digitale di Banca Centrale.

Un’idea più radicale che ci sentiamo di sostenere concerne invece un (a nostro avviso opportuno, se non necessario) ripensamento della disciplina riguardante quelle cripto-attività decentralizzate che non presentano un emittente su cui andare a vigilare (come il Bitcoin, per intenderci), rispetto alle quali MiCAR si limita, come abbiamo visto, a regolare la gestione da parte di prestatori di servizi<sup>111</sup>. Su tali strumenti, che raccolgono allo stato attuale la maggior quantità di risorse all’interno del settore in oggetto, occorre infatti che l’Unione Europea e gli Stati nazionali si attivino adottando anche approcci che possono differire rispetto a quelli applicati al mondo finanziario “tradizionale”.

Ebbene, proprio in questa direzione, è nostra opinione che queste forme di cripto-attività, prive di sottostante, di emittente e di alcuna riserva che ne possa garantire la stabilità, non andrebbero ricondotte al «mondo» degli strumenti finanziari quanto, piuttosto, a quello del vero e proprio gioco d’azzardo<sup>112</sup>. Inve-

<sup>109</sup> Sul punto rinviamo nuovamente a M. Bursi, *op. cit.*, 29 ss.

<sup>110</sup> Cfr. C. Monnet, D. Niepelt, *Why the digital euro might be dead on arrival*, in *VoxEU.org*, 10 agosto 2023.

<sup>111</sup> Come affermato da un autorevole componente del Comitato Esecutivo della BCE (P. Cipollone, *Crypto-assets e questioni legate alla digitalizzazione della finanza*, discorso consultabile sul sito istituzionale della Banca d’Italia), MiCAR adotta infatti un approccio *entity based* che, inevitabilmente, porta a questa “carezza”.

<sup>112</sup> Questa lettura è stata di recente proposta da F. Panetta, *Caveat emptor does not apply to crypto*, in *Financial Times*, 4 gennaio 2023, il quale ha sostenuto che le criptovalute sarebbero forme di gioco d’azzardo mascherate da investimento finanziario. L’attuale Governatore della Banca d’Italia, proseguendo nella sua analisi sul tema, ha pertanto affermato che «regulation should acknowledge the speculative nature of unbacked cryptos and treat them as gambling activities». La stessa linea di pensiero è stata poi condivisa dal *Treasury Committee* della Camera dei Comuni britannica, il quale, in un *report* pubblicato il 17 maggio 2023 (*Regulating crypto. Fifteenth report of session 2022-2023*), scrive che «consumer speculation in unbacked cryptoassets more closely resembles gambling than it does a financial service [...] We strongly recommend that the Government regulates retail trading and investment activity in unbacked cryptoassets as gambling rather than as a financial service, consistent with its stated principle of ‘same risk, same regulatory outcome’», sebbene il Governo britannico, nella sua risposta al *report* (reperibile sul sito istituzionale della Camera dei Comuni), abbia respinto la proposta, proprio, tra l’altro, per il fatto che provocherebbe un disallineamento con l’approccio adottato in altri ordinamenti (come quello unionale). Peraltro, una certa correlazione tra predisposizione al gioco d’azzardo ed investimenti in criptovalute è già stata rilevata da diversi Autori, tra i quali, per esempio, D.J. Mills, L. Nower, *Preli-*

ro, come abbiamo visto in precedenza<sup>113</sup>, un impiego finanziario su questi *asset* non riflette l'aspettativa di un ritorno cedolare correlato ad un'attività di fondo, così come non rappresenta (né è realisticamente percepito dal detentore come) una forma di investimento monetario, data la sua intrinseca volatilità. Insomma, queste *crypto* non sono altro che “puntate” sul comportamento degli altri operatori economici, investimenti che hanno nell'aleatorietà una (se non *la*) propria caratteristica fondamentale, non rispondendo alla logica di un investitore razionale, come pure abbiamo già avuto modo di rilevare in precedenza. In quest'ottica, in astratto, si potrebbe pensare ad un divieto *tout court* di emissione e circolazione di questi strumenti, cosa ben possibile, come evidente, non solo in regimi come quello cinese, refrattari *by default* a riconoscere validità a ciò che nasce come prodotto autonomo della società civile, ma anche in Stati democratici laddove, ad un'analisi attenta, emergano valutazioni di pubblico interesse che conducano verso questa direzione<sup>114</sup>. Del resto, la stessa Commissione Europea, nella sua valutazione d'impatto sulla proposta di Regolamento MiCA, in merito alle *stablecoins*, aveva preso in considerazione proprio l'ipotesi di adottare misure indirizzate a limitare l'uso di questi strumenti all'interno dell'Unione, salvo scartarla alla luce della sua supposta incoerenza con gli obiettivi di innovazione del settore finanziario fissati dall'UE e, forse soprattutto, vista la possibilità che i consumatori euro-unitari andassero poi ad investire in *stablecoins* emesse e gestite da Paesi terzi.

Al riguardo, infatti, non si può sottacere che, nel mondo finanziario contemporaneo, strutturato su di un cyberspazio che non conosce confini territoriali, l'azione isolata di un singolo Stato (o anche, come in questo caso, di un soggetto sovranazionale, ma pur sempre su base regionale) lascerebbe aperte vie di fuga per l'affermarsi di un mercato di criptovalute semplicemente negoziate al di fuori dei confini (sovra)nazionali<sup>115</sup>. Di modo che sembra più realistico, nelle more di un'eventuale (ma, ahinoi, improbabile, se non utopistica) intesa di livello mondiale, con cui si definisca un sistema di regole pressoché uniforme mirante ad evitare meccanismi di “arbitraggio”, far sì che l'azione dei pubblici poteri, e segnatamente dell'UE, si indirizzi verso misure di carattere culturale e pedagogico, onde

---

*minary findings on cryptocurrency trading among regular gamblers: a new risk for problem gambling?*, in *Addictive Behaviors*, 92, 2019, 136 ss. e P. Delfabbro, D. King, J. Williams, N. Georgiou, *Cryptocurrency trading, gambling and problem gambling*, ivi, 122, 2021, 1 ss.

<sup>113</sup> Per la precisione, nel secondo paragrafo.

<sup>114</sup> Condividiamo, in questo senso, le considerazioni di U. Bechini, *Bitcoin e la paura dell'Innominato (noterelle su criptovalute e merito)*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2022, spec. 508 e ss., il quale propende per una soluzione ponderata, che non escluda occasionali divieti pur senza demonizzare *a priori* ciò che emerge come prodotto dell'evoluzione tecnologica.

<sup>115</sup> Questo aspetto è stato sottolineato anche da A. Enria, in un discorso tenuto presso l'università Ca' Foscari di Venezia il 14 novembre 2023 (*Regulating crypto finance: taking stock and looking ahead*, consultabile sul sito istituzionale della BCE), il quale ha evidenziato i rischi posti, anche rispetto alle criptovalute, dalla “deteritorializzazione” dei servizi finanziari.

cercare di responsabilizzare cittadini ed imprese interessati ad entrare in questo mercato, attraverso, per esempio, campagne di informazione che possano mettere in guardia rispetto ai rischi correlati all’investimento in *crypto* od anche tramite l’introduzione di obblighi informativi più stringenti ed espliciti sui rischi per l’investitore od ancora per mezzo di limitazioni alla pubblicizzazione di questi strumenti su canali televisivi, giornali e *social networks*. Parimenti, le politiche tributarie degli Stati membri potrebbero essere indirizzate verso finalità extra-fiscali, al fine di aumentare l’imposizione sulle rendite derivanti da questi strumenti, così da renderli meno appetibili per il risparmiatore<sup>116</sup>. Tutte misure analoghe, per l’appunto, a quelle adottate in relazione al gioco d’azzardo.

Tentare di tutelare chi investe in criptovalute come il Bitcoin attraverso una cornice regolatoria affine a quella del mondo finanziario “tradizionale” sarebbe quindi, secondo il nostro punto di vista, inappropriato e, probabilmente, controproducente: un inquadramento di tal genere potrebbe infatti fornire legittimazione ad un settore che nulla a che vedere con azioni, obbligazioni o fondi di investimento, spingendo altri cittadini ed imprese ad indirizzare il proprio denaro verso un ambito dove l’andamento dei prezzi segue dinamiche tanto oscure quanto stocastiche<sup>117</sup>. D’altronde, quanto accaduto di recente in seguito all’approvazione del primo ETF (*Exchange Traded Fund*) in Bitcoin da parte della *Securities and Exchange Commission* (SEC) statunitense<sup>118</sup> sembra suffragare quanto da noi scritto, considerando la conseguente impennata dei prezzi delle *crypto*<sup>119</sup> e l’in-

<sup>116</sup> In questo senso già F. Panetta, *op. cit.*, il quale, riconoscendo come alcune *crypto*, in quanto forma di gioco d’azzardo, siano difficilmente “estirpabili” (sit is precisely for this reason that we cannot expect them to disappear. People have always gambled in many different ways. And in the digital era, unbacked cryptos are likely to continue to be a vehicle for gambling), ha invitato il legislatore, da un lato, ad applicar loro principi affini a quelli enucleati dalla Raccomandazione della Commissione Europea del 14 luglio 2014 in merito al gioco d’azzardo online e, dall’altro, a tassarle coerentemente al costo che impongono alla società.

<sup>117</sup> Tale rischio è sottolineato anche dal già menzionato *report* del *Treasury Committee* della Camera dei Comuni britannica (*Regulating crypto*, *op. cit.*, 14 ss.), laddove, raccogliendo il parere dell’ex presidente dalla *Financial Conduct Authority*, Charles Randell, è scritto che «the aim of promoters of speculative cryptoassets in lobbying for a regime which legitimises their issue and trading is to obtain the “halo” of financial services regulation in order to persuade more people to part with real money in exchange for volatile tokens with no inherent value».

<sup>118</sup> Il 10 gennaio 2024 la SEC ha infatti autorizzato il primo ETF correlato al Bitcoin, portando quindi, seppur in maniera indiretta, questo (indefinito) strumento all’interno di Wall Street. Tale decisione è giunta in seguito ad una sentenza del 29 agosto 2023 della *U.S. Court of Appeals del District of Columbia*, verdetto con cui si è reputato «arbitrario e capriccioso (*arbitrary e capricious*)» il precedente rifiuto da parte dell’ente di concedere l’autorizzazione alla quotazione. È interessante rilevare come la deliberazione della SEC sia stata anticipata da un hackeraggio dei profili social dell’autorità (con conseguente diffusione di notizie sul tema che ha portato a significative oscillazioni dei prezzi delle criptovalute); un evento che, secondo il nostro punto di vista, rende ancor più opportuno parlare di Far West rispetto al settore *de quo*. Sul tema, si vedano S. Palma, *SEC’s bitcoin ETF sign-off comes with a stark reminder of its lingering doubts*, in *Financial Times*, 12 gennaio 2024 e V. Carlini, *SEC, attacco hacker nel giorno dell’ETF sul Bitcoin*, in *Il Sole 24 Ore*, 10 gennaio 2024.

<sup>119</sup> Al momento in cui scriviamo (marzo 2024), secondo i dati forniti da Coinbase, il prezzo di un Bitcoin ha superato i 72 mila Dollari (il 10 gennaio 2024 – giorno della quotazione dell’ETF – il valore era pros-

cremento di consumo d'energia a questa correlato<sup>120</sup>. Un diverso approccio che invece tendesse ad assimilare certi investimenti all'azzardo, per la totale aleatorietà degli stessi, parrebbe invece più aderente alla realtà dei fatti e più efficace nella protezione del risparmiatore.

La strada per portare la legge nel Far West delle *crypto* (e fare in modo che poi venga rispettata) è, quindi, piuttosto lunga: lo sceriffo euro-unitario ha ancora il suo bel da fare.

---

simo ai 46.000 Dollari). Anche in una recente pubblicazione della Banca Centrale Europea (sul punto, U. Bindseil, J. Schaaf, *ETF approval for Bitcoin – the naked emperor's new clothes*, consultabile sul sito dell'istituzione, 22 febbraio 2024) si fa rientrare la decisione della SEC tra le principali cause alla base della rilevante crescita dei prezzi che ha riguardato (di nuovo) il settore delle criptovalute. Gli Autori di questo scritto, d'altronde, già in passato avevano evidenziato il rischio che una regolamentazione mal "calibrata" delle *crypto* potesse portare verso «una percezione di benedizione laddove invece una proibizione sarebbe necessaria» (*perceived blessing where a ban would be required*); in tal senso, U. Bindseil, P. Papsdorf, J. Schaaf, *The encrypted threat: Bitcoin's social cost and regulatory responses*, in *SUERF policy note*, 2022.

<sup>120</sup> Invero, l'aumento del prezzo delle *crypto* incentiva, inevitabilmente, l'attività di "estrazione" dei cosiddetti *miners*, i quali sono remunerati in maniera sempre più significativa.



*Matteo Bursi, Simone Scagliarini - Abstract*

*Lo sceriffo euro-unitario nel “Crypto Far West”*

Il presente scritto è incentrato sul fenomeno crypto e sull'azione finora implementata da parte dell'Unione Europea al fine di regolarlo. In quest'ottica, viene innanzitutto effettuata una disamina afferente alla natura delle crypto-attività, per poi porre l'attenzione sulle prime iniziative portate avanti sul tema da parte delle diverse istituzioni euro-unitarie ed evidenziare quindi i principali elementi enucleati dal Regolamento (UE) 2023/1114 (MiCA). Infine, nell'articolo si suggeriscono alcuni interventi che, ragionevolmente, andrebbero nello scenario futuro strutturati con lo scopo di perfezionare un quadro regolatorio ancora *in fieri*.

*Euro Union sheriff in the “Crypto Far West”*

The aim of this paper is to analyse the crypto phenomenon and the action implemented so far by the European Union in order to regulate it. In this regard, firstly, we examine the nature of cryptocurrencies; secondly, we deepen the first initiatives carried out on the topic by the various EU institutions and, then, we highlight the main elements outlined in Regulation (EU) 2023/1114 (MiCA). Finally, this essay suggests some interventions that, in our view, should be designed in the forthcoming years with the target of fine-tuning a regulatory framework which is still *in fieri*.

